

NOTRE POINT DE VUE

Août 2020



Une étape à la fois

Situation macro-économique

Les indicateurs de confiance et les indicateurs d'activité continuent de diverger. Les premiers reflètent le passage du confinement à une reprise de l'activité, tandis que les derniers montrent que la production industrielle et les ventes au détail restent sensiblement inférieures aux niveaux de fin 2019. Le nombre des cas d'infection au COVID-19 continue d'enregistrer de nouveaux plus-hauts à travers le monde (en particulier dans la Sunbelt américaine et en Amérique latine). Cette situation laisse entrevoir un assouplissement lent des mesures de confinement, garantissant ainsi une reprise graduelle après la récession. Par conséquent, l'attention des gouvernements en Europe et aux Etats-Unis se détourne désormais des mesures d'aide pour se porter sur des plans de relance.

Banques centrales

Un changement de cap monétaire nous semble peu vraisemblable dans la mesure où la politique devrait rester particulièrement accommodante à court terme. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale (Fed) examine des moyens d'ancrer les anticipations de taux près de zéro pour les années à venir, tout en continuant d'acheter des émissions du Trésor pour financer l'aide apportée aux particuliers et aux entreprises. La Banque centrale européenne (BCE) maintiendra des taux négatifs et met à profit la flexibilité de son programme d'achat d'urgence pandémique (« Pandemic Emergency Purchase Programme », PEPP) pour renforcer les avoirs en obligations d'Etat de la périphérie. Elle a également amélioré les conditions de ses opérations de refinancement à long terme afin d'offrir une planche de salut aux banques en difficulté.

Marchés financiers

Sous l'effet des achats des banques centrales, qui soutiendront les « spreads » des obligations d'entreprise de qualité (écarts de rendement par rapport aux obligations d'Etat), les rendements des obligations d'Etat resteront bas. Nous restons plus circonspects à l'égard des émetteurs de moindre qualité du segment du haut rendement (High Yield, HY) compte tenu du risque de défaut, malgré des liquidités abondantes qui soutiennent les entreprises fortement endettées. Les marchés actions offrent un potentiel à plus long terme, même si le fort rebond observé depuis fin mars signifie que le potentiel de hausse pourrait être restreint à court terme. Nous estimons que la récente remontée de l'euro face au dollar se poursuivra, compte tenu des valorisations attractives et du risque plus faible de nouvelles mesures de confinement.

Conclusion

Nous conservons une approche globalement diversifiée et équilibrée en matière d'allocation d'actifs. Le récent rebond des actions a été tiré, pour l'essentiel, par un petit nombre de géants de l'Internet et de la technologie, en particulier aux Etats-Unis, et nous équilibrerons notre exposition à ces leaders avec d'autres secteurs et marchés. Dans le cadre de notre exposition Neutre aux marchés actions, nous continuons de préférer la zone euro et mettons l'accent sur l'attrait des groupes technologiques asiatiques (en termes de croissance et de valorisation) au sein des marchés émergents. Sur les marchés obligataires, nous maintenons notre Surpondération favorite sur les obligations d'entreprise Investment Grade (IG), tandis que les obligations d'Etat à faible rendement offrent des avantages de diversification ou un potentiel de hausse limités. Pour compenser le risque actions, nous continuons de privilégier l'or et les hedge funds.

Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel. CA159/JUL/20

NOTRE ALLOCATION D'ACTIFS

Le tableau ci-dessous présente les dernières conclusions de notre Comité global d'investissement.

| | | Synthèse des vues | | | | | Variation depuis dernier GIC |
|---------------------|-----------------------------------|-------------------|--------------|--------|-------------|------------------|------------------------------|
| | | Très sous-pondéré | Sous-pondéré | Neutre | Sur-pondéré | Très sur-pondéré | |
| ACTIONS | ACTIONS MONDE | | | | | | |
| | Etats-Unis | | | | | | |
| | Zone euro | | | | | | |
| | Royaume-Uni | | | | | | |
| | Japon | | | | | | |
| | Emergents | | | | | | |
| MARCHÉ OBLIGATAIRE | TAUX | | | | | | |
| | Obligations US | | | | | | |
| | <small>Breakeven US</small> | | | | | | |
| | Obligations allemandes | | | | | | |
| | <small>Breakeven ZE</small> | | | | | | |
| | Obligations britanniques | | | | | | |
| | <small>Breakeven RU</small> | | | | | | |
| | Obligations japonaises | | | | | | |
| | Dette émergente (USD) | | | | | | |
| | ENTREPRISES | | | | | | |
| | Entreprises (US) | | | | | | |
| | Haut rendement (US) | | | | | | |
| Entreprises (ZE) | | | | | | | |
| Haut rendement (ZE) | | | | | | | |
| Entreprises (RU) | | | | | | | |
| Haut rendement (RU) | | | | | | | |
| Duration USD * | | | | | | | |
| Duration EUR * | | | | | | | |
| Duration GBP * | | | | | | | |
| DEVISES | EURUSD | | | | | | |
| | USDJPY | | | | | | |
| | GBPUSD | | | | | | |
| | EURCHF | | | | | | |
| | Emergents contre dollar US | | | | | | |
| MAT. PF | Pétrole (Brent) | | | | | | |
| | Or | | | | | | |
| FONDS ALTERNATIFS | STRATEGIES ALTERNATIVES | | | | | | |
| | Long-short Equity | | | | | | |
| | Event-Driven | | | | | | |
| | Fixed Income Arbitrage | | | | | | |
| | Global Macro / CTAs | | | | | | |
| | Cash | | | | | | |

| | | |
|---------|----------------|---------------|
| Sur-p. | Positionnement | *Duration |
| Neutre | Surpondéré | Longue |
| Sous-p. | Neutre | Intermédiaire |
| | Sous-pondéré | Courte |

ACTIONS

| | |
|-----------------------|--|
| Etats-Unis | Le fort rebond observé depuis fin mars laisse entrevoir un potentiel de hausse limité à court terme. |
| Europe | Il est encore possible que le Conseil européen approuve le projet de fonds de relance de 750 Md€ lors de son sommet qui se tiendra à la mi-juillet. |
| Zone euro (ZE) | La région semble être parvenue jusqu'à présent à empêcher une deuxième vague d'infections au coronavirus, ce qui devrait permettre d'éviter de nouvelles restrictions sur l'activité. Nous sommes Surpondérés. |
| Royaume-Uni | Le pays a été frappé plus durement par la pandémie que de nombreuses économies d'Europe continentale, mais les valorisations sont extrêmement attractives. Nous restons Neutres. |
| Suisse | Les grandes entreprises suisses de qualité devraient rester très recherchées, laissant entrevoir une résistance durable pour l'heure. |
| Japon | Le plan d'aide déployé par le gouvernement pour soutenir l'économie est le plus important des économies avancées en pourcentage du PIB, et les mesures de confinement ont été moins restrictives qu'ailleurs. Nous sommes Neutres. |
| Pays émergents | Nous continuons de Surpondérer l'Asie dans le cadre d'un positionnement Neutre sur les actions émergentes et mettons l'accent sur l'attrait des valeurs technologiques asiatiques en termes de croissance et de valorisation. |

OBLIGATIONS

| | |
|---------------------------------|--|
| Souveraines | Etant donné que l'inflation est sensiblement inférieure aux objectifs et que les banques centrales continuent d'acheter des montants significatifs d'obligations d'Etat, il est peu vraisemblable que les taux longs augmentent fortement. |
| Maturités* | Nous préférons les obligations à court terme en Europe et aux Etats-Unis. |
| Indexées sur l'inflation | L'inflation devrait repartir à la hausse à plus long terme. Nous restons Neutres. |
| Entreprises | Nous maintenons notre Surpondération des obligations IG, en raison du soutien apporté par les achats des banques centrales et de la recherche par les investisseurs de solutions alternatives aux obligations d'Etat avec un surplus de rendement. |
| Haut rendement | Nous restons Neutres sur le segment HY, où les émetteurs les plus faibles sont particulièrement vulnérables aux difficultés économiques. |
| Dettes émergentes | Plusieurs pays émergents sont confrontés à une aggravation de la crise sanitaire et aux risques économiques consécutifs. Nous restons Sous-pondérés. |

DEVISES

| | |
|---------------------------|--|
| EUR/USD | L'euro bénéficie de la rapidité de la reprise des marchés actions et du déploiement de mesures de relance fiscale et monétaire sans précédent en Europe. Nous restons Surpondérés. |
| GBP/USD | Il ne fait aucun doute qu'une « sortie sans accord » serait préjudiciable au Royaume-Uni et à la livre sterling, au moins à court terme. Les valorisations demeurent toutefois attractives. |
| EUR/GBP | Les négociations tendues avec l'UE sur le Brexit n'ayant guère progressé à ce jour, nous anticipons des difficultés accrues pour la livre sterling. |
| USD/JPY | Le yen a évolué durant une grande partie de l'année dans une fourchette serrée comprise entre 106 et 110 face au dollar, et nous ne prévoyons pas qu'il sortira de cette zone. |
| EUR/CHF | La Banque nationale suisse est intervenue activement ces derniers mois pour freiner le potentiel de hausse du CHF. Dans la mesure où l'assouplissement fiscal et monétaire entretient des liquidités abondantes, nous estimons que l'appétit pour le risque se ravivera, contribuant à tirer le franc vers le bas. |
| Devises émergentes | Malgré les valorisations attractives des devises émergentes, il est trop tôt pour brosser un tableau positif. |

ALTERNATIVES

| | |
|--------------------|--|
| Hedge funds | Nous mettons l'accent sur l'attrait des fonds spécialistes des stratégies Long/Short Credit, de Global Macro sur les marchés émergents ainsi que des stratégies Merger Arbitrage en tant que sources de rendement. |
| Or | La demande d'or ne semble pas faiblir malgré l'augmentation des prix, et nous restons Surpondérés. |
| Pétrole | En l'absence de hausse durable de la demande, les prix pétroliers pourraient s'inscrire en baisse. |

Source : SGPB, 17/07/2020

* Maturités : courtes = 3-5 ans, intermédiaires = 5-7 ans, longues = 7-10 ans

HY = obligations à haut rendement (de meilleurs rendements, plus de risques), IG = Investment Grade bonds (meilleure qualité, mais moins de rendement)

FOCUS ECONOMIQUE

Une étape à la fois

Partie de très bas, l'économie mondiale se redresse sous l'effet de l'assouplissement des mesures de confinement et de la reprise d'activité des entreprises. Les vastes mesures de soutien déployées par les gouvernements et les banques centrales ont entraîné un rebond puissant des actifs risqués, mais l'économie réelle pourrait tarder à suivre la reprise des marchés actions, compte tenu de la propagation inexorable du COVID-19. Dans le cadre de notre processus d'investissement, nous restons équilibrés à Neutre.

Malgré des mesures de confinement généralisées, un arrêt brutal de l'activité économique, une flambée du chômage et un bilan terrible sur le front des infections et des décès, les actifs risqués ont fortement rebondi au deuxième trimestre, avec une hausse de l'indice actions MSCI World de 18,8% en dollars. Rétrospectivement, le rebond s'est articulé de la manière suivante :

- **Nous savons désormais que les mesures de confinement (là où elles ont été mises en œuvre et respectées) ont porté leurs fruits et n'ont duré pour l'essentiel que quelques mois.** Les nouvelles se sont également sensiblement améliorées sur le front des traitements du coronavirus, contribuant à réduire le taux de mortalité. Tous ces éléments ont permis une sortie sous contrôle du confinement et une reprise timide de l'activité économique.

- Les gouvernements et les banques centrales ont déployé jusqu'à présent des dépenses fiscales et des plans de relance monétaire dans des proportions inimaginables pour contribuer à stabiliser les économies et apporter des liquidités sur les marchés financiers, en soutenant les salaires et les flux de trésorerie dans l'ensemble des économies. Ces mesures ont insufflé **un puissant élan aux actifs risqués comme les actions.** Cependant, les politiques ne sont pas sans conséquences à long terme : les niveaux de la dette publique sont à des plus-hauts depuis la Seconde Guerre mondiale et les banques centrales sont devenues des acteurs majeurs sur les marchés financiers. Néanmoins, des interventions massives des gouvernements ont été nécessaires pour empêcher un effondrement à court terme, et elles ont tenu leurs promesses.

Fait intéressant, les actions n'ont pas été les seuls actifs à rebondir (les valeurs refuges ont également bien performé, l'once d'or se négociant au-dessus de 1 800 \$ et les rendements des obligations d'Etat s'approchant de plus-bas historiques). De fait, la volatilité demeure élevée, tandis que la pandémie continue de se propager un peu partout dans le monde, notamment aux Etats-Unis, la pierre

angulaire de l'économie mondiale. La question cruciale est de savoir où vont les marchés.

C'est précisément en de pareils moments (où des incertitudes et des informations incomplètes prévalent) que nous devons compter sur notre processus d'investissement. Pour l'heure, voici comment le monde nous apparaît sous le prisme de ses quatre principaux piliers :

Régime économique : malgré des indicateurs économiques sensiblement supérieurs aux attentes, l'économie mondiale est en passe de connaître sa pire récession depuis les années 1930, en baisse de -4,9% en 2020 selon le Fonds Monétaire International (FMI). La récente amélioration des indicateurs reflète en grande partie la transition du confinement à une réouverture progressive et nous attendons de nouvelles confirmations de la stabilisation économique dans les prochains mois.

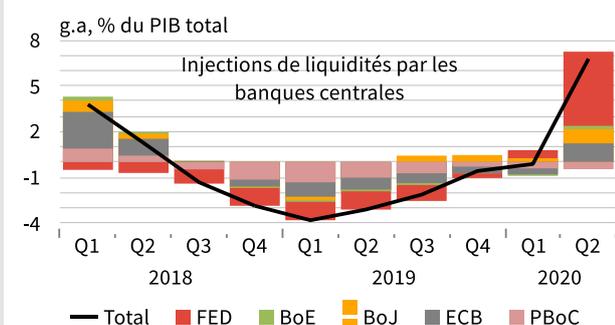
Valorisations : les valorisations boursières restent chères. Les actions américaines, qui dominent les marchés mondiaux, affichent actuellement leurs multiples les plus élevés (ratios cours/bénéfices à 12 mois, cours/chiffre d'affaires, cours/flux de trésorerie et cours/valeur comptable) depuis la fin de la bulle technologique en 2001-2002. Cependant, si les actions sont chères, il en est de même pour d'autres classes d'actifs comme les obligations d'Etat, limitant ainsi les autres solutions possibles.

« **Momentum** » : comme noté précédemment, la dynamique observée tout au long du deuxième trimestre a été solide. Actuellement, la moyenne mobile sur dix mois que nous privilégions est en passe d'augmenter. Si cette situation devait perdurer, nous le verrions d'un œil favorable pour la prise de risque.

Sentiment : le sentiment vis-à-vis des actifs risqués a fortement fluctué, l'optimisme cédant la place au pessimisme, et vice versa depuis février. Nous sommes toutefois loin de l'euphorie ou du désespoir qui marquent souvent les pics et les creux sur les marchés. Nous restons ainsi en territoire neutre

Conclusion. Tenant compte de l'ensemble des éléments précédemment mentionnés, nous avons choisi de conserver une allocation au risque Neutre pour le moment. Les marchés actions restent volatils et donc plus imprévisibles que d'habitude ; ils sont également historiquement chers au regard de la plupart des indicateurs. Nous notons toutefois que les signaux relatifs au régime économique et au « momentum » évoluent en faveur d'un renforcement de l'allocation aux risques.

Un soutien massif des banques centrales



Source : SGPB, Macrobond, Google, 17/07/2020

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

TAUX

Anticipations vs liquidités

La faiblesse des taux longs des obligations d'Etat suggère que les investisseurs anticipent d'importantes difficultés économiques, tandis que le resserrement des écarts de rendement des obligations d'entreprise (« spreads ») laisse entrevoir des perspectives beaucoup plus favorables. Comment est-ce possible ? A la faveur de la générosité des banques centrales, des liquidités abondantes inondent toutes les classes d'actifs. Cependant, des achats inconsidérés devraient être évités.

En période de ralentissement économique, il est raisonnable de s'attendre à ce que les banques centrales abaissent les taux et tirent les rendements des obligations d'Etat vers le bas, tandis que les actifs plus risqués, comme les obligations d'entreprise et émergentes, sont accablés par le regain d'aversion pour le risque et la détérioration des conditions financières. Cependant, ce scénario ne fonctionne pas dans l'environnement particulier observé aujourd'hui, où en réaction à une profonde récession économique, déclenchée par un choc extérieur, des politiques sans précédent ont été adoptées. Les banques centrales du monde entier ont injecté des sommes colossales d'argent frais dans les marchés financiers, brouillant les frontières entre optimisme et pessimisme.

Taux

États-Unis. La Réserve fédérale américaine (Fed) continuera d'apporter un soutien exceptionnel à l'économie en maintenant des taux bas et en réalisant des achats d'actifs. Par ailleurs, elle projette désormais de renforcer encore sa politique monétaire, et poursuit actuellement des discussions sur les préannonces monétaires et les objectifs en matière de courbe de rendement. Aucune décision n'a encore été prise, mais le débat devrait s'achever prochainement, ce qui contribuerait à maintenir les rendements obligataires bas sur toutes les échéances. Récemment, l'ajudication très réussie d'une obligation à 30 ans confirme un vif appétit même pour les titres à très long terme, le signe que des taux durablement bas sont attendus mais aussi que les investisseurs doivent placer toutes ces liquidités.

Zone euro. La Banque centrale européenne (BCE) multiplie également les efforts pour maintenir des taux bas et convaincre les marchés qu'ils le resteront. Les récentes révisions à la baisse des projections de croissance et d'inflation par les équipes de l'Eurosystème et les détails rassurants sur la proportionnalité des achats d'actifs, laissent entendre que la BCE poursuivra une

politique ultra-accommodante. Par conséquent, les rendements allemands restent négatifs sur l'ensemble des échéances. Les différentiels de rendement (« spreads ») avec la périphérie s'inscrivent également en baisse par rapport aux plus-hauts de mars : malgré des risques persistants, les liquidités et la quête de rendement restent des facteurs de soutien.

Royaume-Uni. Les nouvelles mesures de relance de 30 Md£ stimuleront fortement l'économie, mais il est peu vraisemblable que les besoins de financement supplémentaire tirent les taux vers le haut, compte tenu des achats réalisés par la banque centrale.

Crédit

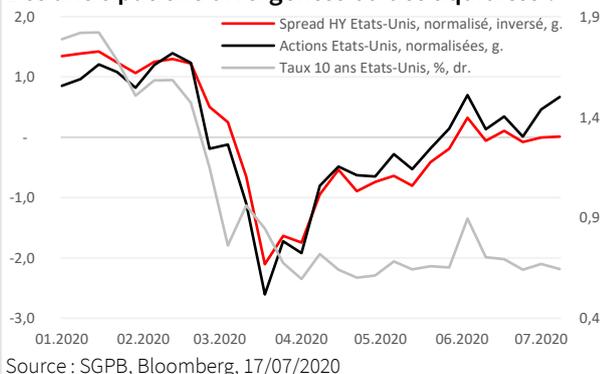
États-Unis. Depuis début juin, les spreads sont restés proches de 150 pb pour les obligations Investment Grade (IG) et de 600 pb pour les obligations à haut rendement (High Yield, HY). L'état d'urgence sanitaire aux États-Unis s'est intensifié récemment, mais le soutien des politiques fiscale et monétaire reste le moteur principal des marchés du crédit. Nous continuons d'apprécier les obligations IG, en raison du soutien apporté par les achats de la Fed et de la recherche par les investisseurs de solutions alternatives aux bons du Trésor avec un surplus de rendement. Nous restons neutres sur les obligations HY avec une préférence marquée pour les émetteurs de meilleure qualité.

Zone euro. Les achats réalisés par la BCE ciblent un sous-groupe spécifique d'obligations d'entreprise IG « éligibles » qui, comme en 2016, ont surperformé sans surprise. Mais au fil du temps, les effets de substitution signifient que les investisseurs finissent par renforcer leur exposition aux obligations non-éligibles également, contribuant ainsi au resserrement des spreads. Nous maintenons notre Surpondération des obligations IG, qui seront également soutenues par un meilleur équilibre de l'offre nette en raison de la baisse des émissions. Nous restons Neutres sur le segment HY, où les émetteurs les plus faibles sont particulièrement vulnérables aux difficultés économiques.

Royaume-Uni. La Banque d'Angleterre (BoE) a ajouté 6,8 Md£ à son Programme d'achat d'obligations d'entreprise depuis début avril, contribuant à un léger resserrement des spreads IG au cours du mois dernier.

Marchés émergents. Des enquêtes indiquent que les investisseurs sont attirés par les obligations émergentes libellées en devises fortes et que les récents flux de capitaux dans les fonds ont été positifs. Cependant, de nombreux pays émergents sont confrontés à une aggravation de la crise sanitaire et aux risques économiques consécutifs. Ici encore, les liquidités pourraient compenser la faiblesse des fondamentaux pour le moment, mais nous restons prudents.

Des anticipations divergentes ou des liquidités ?



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

ACTIONS

Gardons l'équilibre

Les marchés ont fortement rebondi depuis fin mars, limitant ainsi le potentiel de hausse, compte tenu notamment de la récente accélération des cas d'infection au COVID-19. Cependant, la sortie progressive du confinement et les politiques fiscale et monétaire extrêmement favorables sont des facteurs de soutien importants. Dans l'ensemble, nous restons Neutres.

US. La saison des résultats du deuxième trimestre a démarré, les analystes anticipant une baisse des bénéfices de -45% en glissement annuel (g.a.), la plus forte depuis 2008-2009. Ces faibles anticipations laissent entrevoir la possibilité de bénéfices supérieurs aux attentes, mais les conditions sont moins favorables au T3 et au T4 lorsque le consensus prévoit des rebonds trimestriels de 36% et 15%, respectivement.

Les actions américaines se sont appréciées de plus de 44% par rapport à leur plus-bas de fin mars, malgré l'effondrement des anticipations de bénéfices. Les valorisations semblent ainsi élevées (le ratio cours/bénéfices à douze mois est le plus élevé depuis la bulle technologique en 2000-2002). Cela dénote toutefois des évolutions divergentes entre les secteurs. Les titres des principaux géants de la technologie et de l'Internet s'inscrivent en hausse de 50% depuis le début de l'année et se négocient actuellement à 51x les bénéfices. D'autre part, si l'on retire les 10 principales valeurs de croissance de l'indice S&P 500, les 490 membres restants essuient une baisse d'environ 10% depuis le début de l'année. Dans ce contexte, nous suggérons une répartition sectorielle équilibrée dans le cadre d'une allocation Neutre.

Zone euro. Les analystes ont revu à la baisse leurs prévisions de bénéfices pour le T2 et tablent désormais sur une baisse de -59% en g.a., laissant un potentiel de surprises positives dans la mesure où de nombreux pays avaient commencé à assouplir les mesures de confinement début mai. Par ailleurs, la région semble être parvenue jusqu'à présent à empêcher une deuxième vague d'infections au coronavirus, ce qui devrait permettre d'éviter de nouvelles restrictions sur l'activité, contrairement à certains grands Etats de la Sunbelt aux Etats-Unis, comme la Californie et le Texas.

Même si la zone euro a sous-performé les marchés mondiaux depuis le début de l'année, la région a commencé à surperformer depuis le

déconfinement entamé début mai. Les valorisations semblent moins chères qu'aux Etats-Unis, et le projet de fonds de relance de l'UE devrait contribuer à dissiper les craintes du marché quant à un démantèlement de la zone euro et encourager les investisseurs à revenir dans la région. Nous conservons nos préférences sectorielles (notamment pour la santé, les services de communication et les services aux collectivités) et continuons de Surpondérer la zone euro face à d'autres régions.

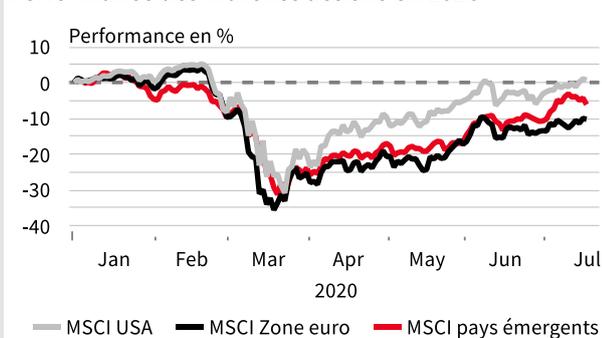
Royaume-Uni. Le Royaume-Uni a mis plus de temps que ses voisins à assouplir les mesures de confinement, ce qui aura pour effet de ralentir sa reprise économique. Par ailleurs, les négociations avec l'UE n'ont pas encore abouti concernant le régime bilatéral à mettre en place à l'issue de la période de transition du Brexit en fin d'année. La visibilité est donc réduite pour les entreprises. Cependant, le marché bénéficie de valorisations attractives en regard des bénéfices ajustés du cycle, et nous restons Neutres.

Suisse. Les actions suisses continuent de surperformer d'autres marchés régionaux grâce à la forte pondération en faveur des valeurs de qualité dans des secteurs de croissance défensifs comme la consommation non-cyclique et la santé. Par ailleurs, les marges ont moins souffert que celles d'autres marchés européens, tandis que les rendements sur fonds propres demeurent résistants. Enfin, le rythme des révisions des bénéfices ces trois derniers mois a résisté à -7,6% contre -14,3% pour l'indice boursier MSCI World.

Japon. Tokyo a bien résisté depuis le début de l'année, porté par les prévisions du consensus d'une croissance des bénéfices de +2,1% pour cet exercice fiscal. Le plan d'aide déployé par le gouvernement pour soutenir l'économie est le plus important des économies avancées en pourcentage du PIB, et les mesures de confinement ont été moins restrictives qu'ailleurs. En outre, le ratio cours/bénéfices ajusté du cycle est proche des plus-bas depuis plusieurs décennies. Nous conservons une exposition Neutre aux actions nippones.

Marchés émergents. Les chiffres du PIB du T2 confirment que la Chine a renoué avec la croissance, à 3,2% en g.a. contre -6,8% au premier trimestre. Peut-être dans un souci d'anticipation, les actions domestiques chinoises ont surperformé d'autres marchés actions mondiaux depuis le début de l'année. D'autres régions, notamment l'Amérique latine, restent aux prises avec des taux élevés d'infection au COVID-19 et pourraient sous-performer l'Asie. Nous continuons de Surpondérer l'Asie dans le cadre d'un positionnement Neutre sur les actions émergentes et mettons l'accent sur l'attrait des valeurs technologiques asiatiques en termes de croissance et de valorisation.

Performance des marchés actions en 2020



Source : SGPB, Macrobond, 17/07/2020

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

DEVISES

Un afflux massif de liquidités

Avec des taux d'intérêt et des rendements obligataires proches de zéro un peu partout dans le monde, les stratégies de portage ont perdu la cote. Les devises ont désormais tendance à évoluer en fonction de la volatilité du sentiment sur les marchés. Les craintes de récession soutiennent les valeurs refuges comme l'USD, le JPY et le CHF, tandis que l'appétit pour le risque, porté par les liquidités, stimule l'EUR. A l'aube de la reprise de l'économie mondiale, nous anticipons un affaiblissement du dollar.

Indice dollar Le dollar ne profite plus des écarts de taux d'intérêt face à d'autres économies avancées, les politiques monétaires étant appelées à rester particulièrement accommodantes dans les années à venir. Des poussées d'aversion pour le risque devraient soutenir temporairement le billet vert, bien que de nombreux risques (guerre commerciale avec la Chine, propagation de la pandémie dans la « Sunbelt ») soient spécifiques aux Etats-Unis. Néanmoins, des liquidités abondantes devraient soutenir l'appétit pour le risque à moyen terme, tirant de nouveau l'indice dollar vers le bas.

EUR/USD L'euro bénéficie de la rapidité de la reprise des marchés actions et du déploiement de mesures de relance fiscale et monétaire sans précédent en Europe. La propagation du COVID-19 semble contenue sur le continent, malgré l'émergence de plusieurs foyers locaux, tandis que les Etats-Unis ne sont pas encore parvenus à maîtriser la première vague. S'il est approuvé, le fonds de relance de 750 Md€ devrait contribuer à vaincre les craintes d'une dislocation de la zone euro. L'euro semble encore attrayant et devrait continuer de gagner du terrain.

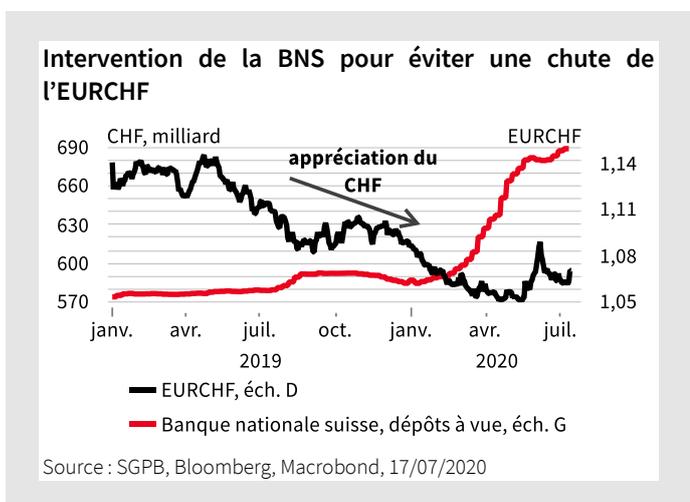
GBP/USD Récemment, les traders ont pris davantage conscience des risques liés au Brexit, d'autant plus que l'économie est sur la défensive. Les négociateurs européens et britanniques ont fort à faire pour formaliser les futures relations avant la fin de la période de transition le 31 décembre. Il ne fait aucun doute qu'une « sortie sans accord » serait préjudiciable au Royaume-Uni et à la livre sterling, au moins à court terme. Dans l'ensemble, nous anticipons des difficultés accrues pour la livre sterling, malgré sa valorisation attractive.

USD/JPY Malgré quelques pics de volatilité, le yen a évolué durant une grande partie de l'année dans une fourchette serrée comprise entre 106 et 110 face au dollar. La perception du risque a été dans l'ensemble positive depuis fin mars. Pourtant le yen n'a subi aucun accès de faiblesse marqué. D'autre part, les investisseurs en quête de sécurité ont eu tendance à préférer l'or comme valeur refuge. Dans l'ensemble, nous ne prévoyons pas que l'USD/JPY sortira de sa fourchette.

EUR/CHF La Banque nationale suisse est intervenue activement ces derniers mois pour empêcher l'EUR/CHF de plonger sous 1,05 en réaction aux flux vers les valeurs sûres en faveur du franc suisse. Dans la mesure où l'assouplissement fiscal et monétaire entretient des liquidités abondantes, nous estimons que l'appétit pour le risque se ravivera, contribuant à tirer le franc vers le bas. Par ailleurs, les préoccupations des investisseurs vis-à-vis d'un éclatement de la zone euro pourraient être prochainement apaisées par la perspective d'un fonds de relance financé par des emprunts européens communs.

Marchés émergents Il est encore trop tôt pour brosser un tableau positif pour les devises émergentes. Les devises sud-américaines, et celles dépendantes des matières premières comme le rand sud-africain restent vulnérables. Le réal brésilien s'inscrit déjà en baisse de 25% face au dollar depuis le début de l'année, mais la pandémie n'y est pas encore maîtrisée. Les devises émergentes évoluent près de plus-bas historiques face au dollar en moyenne, mais en l'absence de catalyseurs, un retournement durable semble incertain.

USD/CNY Le renminbi a continué de s'apprécier face au dollar ces dernières semaines, touchant 7 CNY pour 1 \$. Les tensions avec les Etats-Unis (sur les échanges commerciaux, le COVID-19, la loi sur la sécurité nationale à Hong Kong, etc.) restent vives, et la Banque populaire de Chine (PBoC) semble avoir jugé qu'une nouvelle dévaluation pourrait être contre-productive à présent. Nous estimons désormais que le renminbi se stabilisera face au dollar.



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

ALTERNATIVES

Les avantages de la diversification

En l'absence de hausse durable de la demande, les prix pétroliers pourraient s'inscrire en baisse. La demande d'or ne semble pas faiblir malgré l'augmentation des prix, et nous restons Surpondérés. Dans le cadre d'un positionnement globalement positif vis-à-vis des Hedge funds, nous mettons l'accent sur l'attrait des stratégies Long/Short Credit, Global Macro sur les marchés émergents et Merger Arbitrage en tant que sources de rendement.

Matières premières

Pétrole

Depuis mars, l'effondrement des prix pétroliers a poussé de nombreux producteurs de pétrole de schiste à réduire leur production, le nombre des installations de forage ayant reculé de 683 en mars à 185 à présent, juste au-dessus de son plus-bas atteint en pleine récession en 2009. Les craintes relatives aux effets à long terme de la transition en faveur des énergies renouvelables sur la valeur des réserves de pétrole et de gaz ont obligé certains majors de l'énergie à amortir la valeur de leurs actifs. Ces dernières semaines, BP et Shell ont réduit leurs réserves de près de 40 Md\$. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) a prévenu récemment que les risques pesant sur ses perspectives de marché étaient « presque certainement baissières » compte tenu de la résurgence des cas d'infection au COVID-19 à travers le monde. L'AIE table sur une baisse moyenne de la demande de pétrole de 8,1 millions de barils par jour (mb/j) cette année (la plus forte jamais enregistrée) avec une réduction attendue de la production de 7,2 mb/j. Le marché reste ainsi confronté à une surproduction persistante et à des pressions baissières sur les prix.

L'OPEP et la Russie confirmant un assouplissement des baisses de production, nous estimons que les prix pétroliers devraient s'inscrire en légère baisse dans les prochains mois.

L'Or

L'offre d'or a été sérieusement limitée durant le confinement mis en place pour lutter contre la pandémie. La production des mines a chuté de 3% en glissement annuel (en g.a.) au T1, tandis que le recyclage (qui compte pour plus d'un quart de la production totale) s'est contracté de 4% en g.a. à son plus bas niveau depuis 2017. Jusqu'à présent, l'offre d'or ne semble guère repartir à la hausse. Malgré l'augmentation des prix (19,3% depuis le début de l'année), la demande d'or a été solide. Les nouveaux achats d'ETF se sont

élevés à 104 tonnes en juin, portant le volume total pour le premier semestre à 734 tonnes, bien au-dessus du volume total annuel le plus élevé jamais enregistré de 646 tonnes en 2009. Par ailleurs, les banques centrales continuent d'ajouter de l'or à leurs réserves de change, avec des achats nets à hauteur de 40 tonnes en mai. De plus, le coût d'opportunité de la détention d'or reste faible, les banques centrales ayant fixé les taux à zéro ou en deçà tout en accélérant leurs achats d'obligations d'Etat, maintenant ainsi les courbes de rendement relativement plates.

Nous continuons de Surpondérer l'or en raison de son attrait en tant qu'outil de diversification et de son potentiel de hausse.

Hedge funds

Long/Short (L/S) Equity

Après avoir augmenté en mars et en avril, la dispersion entre les rendements des actions individuelles a commencé à s'inscrire en baisse de nouveau, réduisant peut-être les opportunités pour les gérants L/S. Notre segment préféré est celui des fonds affichant un biais variable, qui ont pu devenir vendeurs en mars, avant d'augmenter leur exposition de nouveau pour profiter du rebond.

Event Driven

Les volumes de fusions-acquisitions sont repartis à la hausse aux Etats-Unis, les niveaux de juin étant revenus à ceux de décembre 2019. Les spreads (l'écart de prix entre prédateur et proie) demeurent élevés à environ 6%, offrant un potentiel de rendement attrayant aux stratégies Merger Arbitrage. Les fonds Special Situations affichent un biais plus directionnel (un avantage durant les marchés haussiers), mais la reprise d'activité des entreprises offre de nouvelles opportunités.

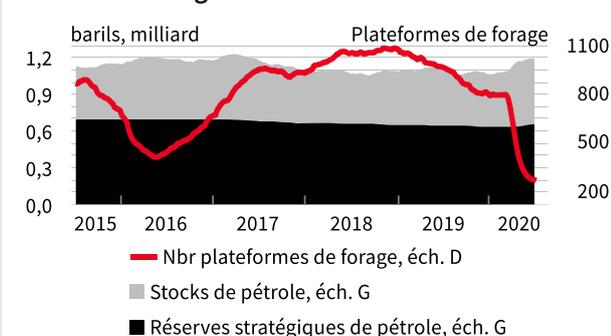
Fixed Income Arbitrage

Nous apprécions les stratégies qui combinent des sources attrayantes de rendement avec des contrôles stricts des risques, et les stratégies L/S Credit remplissent ces conditions. La dégradation de la qualité des bilans parmi les émetteurs spéculatifs offre des opportunités de vente attractives. Les spreads de crédit demeurent plus larges qu'en fin d'année, mais les programmes d'achat des banques centrales devraient entraîner un nouveau resserrement à court terme.

Global Macro / CTA

Nous restons Neutres sur les gérants de suivi de tendance (les « Commodity Trading Advisors » ou CTA). Les périodes sans direction marquée (qui interviennent souvent lorsque les liquidités sont abondantes, mais les fondamentaux sont faibles) peuvent s'avérer problématiques pour ces gérants. Nous continuons de mettre l'accent sur les avantages des stratégies Global Macro sur les marchés émergents (les rendements sont attrayants et la pandémie a créé de nouvelles opportunités à saisir).

L'activité de forage a chuté aux US



Source : SGPB, Macrobond, 17/07/2020

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

AVERTISSEMENT IMPORTANT

Société Générale Private Banking est la ligne métier du Groupe Société Générale opérant à travers son siège au sein de Société Générale S.A. et son réseau (départements ou entités juridiques distinctes (succursales ou filiales)), localisé sur les territoires mentionnés ci-après, agissant sous les marques « Société Générale Private Banking » et « Kleinwort Hambros », et distributeurs du présent document.

Objet du document

Ce document est établi par des experts de Groupe Société Générale et plus particulièrement de la ligne métier Société Générale Private Banking, afin de vous permettre de bénéficier d'une information sur un certain nombre de données financières et économiques. Les noms et fonctions des personnes ayant préparé ce document sont indiqués dans les premières pages du document.

La présente recommandation générale d'investissement à caractère promotionnel n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières, et le prestataire de services d'investissement n'est pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

La lecture de ce document requiert que vous disposiez des compétences et de l'expertise nécessaires pour comprendre les marchés financiers et pour maîtriser l'information financière et économique qu'elle contient. Si tel n'est pas le cas, nous vous remercions de bien vouloir prendre contact avec votre conseiller privé, afin que vous ne soyez plus destinataire de ce document. A défaut d'une telle démarche, nous considérerons que vous disposez de toutes les compétences nécessaires à la compréhension du document.

Nous vous précisons que le contenu de ce document correspond à une simple information destinée à vous aider dans vos décisions d'investissement ou de désinvestissement, et qu'il ne constitue pas une recommandation personnalisée. Vous conservez la responsabilité de la gestion de vos actifs, et la liberté de vos décisions d'investissement.

En outre, le document peut le cas échéant mentionner des classes d'actifs qui peuvent ne pas être autorisées/commercialisables dans certains pays, et/ou qui peuvent être réservées qu'à une certaine catégorie d'investisseurs. En conséquence, dans l'hypothèse où vous souhaiteriez procéder à un investissement, selon le cas et la législation applicable, votre conseiller au sein de l'entité Société Générale Private Banking dont vous êtes client vérifiera si vous êtes éligible à cet investissement et si cet investissement correspond à votre profil d'investisseur.

Dans l'éventualité où vous ne souhaiteriez plus recevoir ce document, nous vous remercions d'en informer par écrit votre conseiller afin qu'il prenne les mesures nécessaires.

Conflit d'Intérêts

Ce document contient les avis des experts de Société Générale Private Banking. Les opérateurs de marché de Société Générale peuvent effectuer des transactions, ou ont effectué des transactions, sur la base des avis et études de ces experts. De plus, les experts Société Générale Private Banking sont rémunérés, en partie, en fonction de la qualité et de la précision de leurs études, des commentaires des clients, des revenus de l'entité Société Générale Private Banking qui les emploie, et de facteurs concurrentiels.

En règle générale, les sociétés du Groupe Société Générale peuvent être teneur de marché, effectuer des transactions concernant les titres auxquels il est fait référence dans ce document, et peuvent fournir des services bancaires aux sociétés mentionnées dans ce document, ainsi qu'à leurs filiales. Les sociétés du Groupe Société Générale, peuvent, de temps à autre, réaliser des transactions, générer des profits, détenir des titres ou agir comme conseiller, courtier ou banquier en lien avec ces titres, ou des dérivés de ces titres, ou en lien avec les classes d'actifs mentionnées dans ce document.

Les sociétés du Groupe Société Générale peuvent être représentées au conseil de surveillance ou d'administration de ces sociétés.

Les employés du Groupe Société Générale, ou les personnes ou entités qui leur sont liées, peuvent, de temps à autre, détenir une position dans un titre ou une classe d'actifs mentionné(e) dans ce document.

Les sociétés du Groupe Société Générale peuvent acquérir ou liquider, de temps à autre, des positions dans les titres, ou actifs sous-jacents (y compris les dérivés) mentionnés dans ce document, et dans tout autre actif, le cas échéant, et par conséquent tout les performances passées (mes) ne garantissent pas des performances futures. Les prix des titres peuvent varier et sont soumis à fluctuations de marché, et le prix et la valeur des investissements en des valeurs mobilières peuvent varier et peuvent affecter à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

Les sociétés du Groupe Société Générale n'ont aucune obligation de divulguer ou de prendre en compte ce document dans le cadre de conseil ou de transactions avec un client ou au nom d'un client.

Par ailleurs, les sociétés du Groupe Société Générale peuvent émettre d'autres études qui ne sont pas alignées, ou dont les conclusions diffèrent des informations présentées dans ce document, et n'ont aucune obligation de s'assurer que de telles autres études sont portées à la connaissance de tout récipiendaire du présent document.

Le Groupe Société Générale maintient effective une organisation administrative prenant toutes les mesures nécessaires pour identifier, contrôler et gérer les conflits d'intérêts. A cet effet, les entités Société Générale Private Banking ont mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts pour prévenir les conflits d'intérêts. Pour plus de détails, les clients de Société Générale Private Banking peuvent se reporter à la politique de gestion des conflits d'intérêts qui leur a été remise par l'entité Société Générale Private Banking dont ils sont clients.

Avertissement d'ordre général

Le présent document de nature informative, sujet à modification, est communiqué à titre purement indicatif et n'a pas de valeur contractuelle.

Le contenu de ce document n'est pas destiné à fournir un conseil en investissement ni un quelconque autre service d'investissement, et ne constitue, de la part d'aucune entité de Société Générale Private Banking, ni une offre, ni une recommandation personnalisée, ni un conseil, en vue d'un investissement dans les classes d'actifs mentionnées.

Certaines classes d'actifs citées peuvent présenter divers risques, impliquer une perte potentielle de la totalité du montant investi voire une perte potentielle illimitée, et n'être en conséquence réservées qu'à une certaine catégorie d'investisseurs, et/ou adaptées qu'à des investisseurs avertis et éligibles à ces classes d'actifs. En outre, ces classes d'actifs doivent être conformes au Code de Conduite fiscale du Groupe Société Générale. En conséquence, avant de prendre une décision d'investissement, selon le cas et la législation applicable, l'investisseur potentiel sera interrogé par son conseiller privé au sein de l'entité Société Générale Private Banking dont il est client, afin de déterminer s'il est éligible à procéder à l'investissement envisagé, et si cet investissement est compatible avec son profil et ses objectifs d'investissement.

Le client est également tenu, avant tout investissement, de prendre contact avec ses conseillers externes habituels afin d'obtenir toutes les informations financières, juridiques et fiscales qui lui permettront d'apprécier les caractéristiques et les risques de l'investissement envisagé ainsi que la pertinence de la mise en œuvre des stratégies dont il est question dans le présent document, ainsi que son traitement fiscal, au regard de sa situation personnelle.

Tout investissement requiert au préalable de ce dernier la prise de connaissance, la compréhension et la signature de la documentation contractuelle et informative y afférente notamment sur les risques. L'investisseur potentiel ne doit pas baser sa décision d'investissement et/ou donner une instruction d'investissement uniquement sur la base de ce document. Tout investissement peut avoir des conséquences fiscales et aucune entité Société Générale Private Banking ne fournit de conseil fiscal. Le niveau d'imposition dépend des circonstances individuelles et les niveaux et assiettes d'imposition peuvent changer. En outre, le présent document n'a pas pour objet de fournir des conseils comptables, fiscaux ou juridiques et ne doit pas être utilisé à des fins comptables, fiscales ou juridiques. Des conseils indépendants doivent être sollicités le cas échéant.

L'investissement dans certaines classes d'actifs citées peut ne pas être autorisé dans certains pays ou peut être réservé qu'à une certaine catégorie d'investisseurs. Il est de la responsabilité de toute personne en possession de ce document de s'informer et de respecter les dispositions légales et réglementaires de la juridiction concernée. Ce document n'est en aucune manière destiné à être diffusé à une personne ou dans une juridiction pour laquelle une telle diffusion serait restreinte ou illégale. Il ne peut notamment être diffusé aux Etats-Unis, et ne peut être distribué, directement ou indirectement, sur le marché des Etats-Unis ou auprès d'une *US Person*.

Le prix et la valeur des investissements ainsi que les revenus qui en dérivent peuvent fluctuer, à la hausse comme à la baisse. Les variations de l'inflation, de taux d'intérêts et de taux de change peuvent avoir des effets négatifs sur la valeur, le prix et le revenu des investissements libellés dans une devise différente de celle du client. Les éventuelles simulations et exemples contenus dans ce document sont fournis à titre indicatif et à des fins d'illustration uniquement. La présente information peut être modifiée en fonction des fluctuations des marchés, et les informations et avis mentionnés dans ce document peuvent être amenés à évoluer. Aucune entité Société Générale Private Banking ne s'engage à actualiser ni à modifier le présent document, et n'assumera aucune responsabilité à cet égard. Le présent document a pour seul but d'informer les investisseurs, qui prendront leurs décisions d'investissement sans se fier uniquement à ce document. Aucune entité Société Générale Private Banking ne saurait être tenue pour responsable en cas de perte directe ou indirecte liée à un quelconque usage de ce document ou de son contenu. Aucune entité Société Générale Private Banking n'offre de garantie, expresse ou tacite, quant à l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations ou quant à la rentabilité ou la performance de toute classe d'actifs, pays, marché.

Les données historiques utilisées et les informations et avis cités, proviennent ou sont notamment basées sur des sources externes que les entités Société Générale Private Banking considèrent fiables mais qu'elles n'ont pas vérifiées de manière indépendante. Les entités Société Générale Private Banking n'assumeront aucune responsabilité quant à l'exactitude, la pertinence et l'exhaustivité de ces données. Les informations sur les performances passées éventuellement reproduites ne garantissent en aucun cas les performances

futures et peuvent ne pas se reproduire. La valeur d'un investissement n'est pas garantie et la valorisation d'investissements peut fluctuer. Les prévisions concernant les performances futures sont basées sur des hypothèses qui peuvent ne pas se concrétiser.

Le présent document est confidentiel, destiné exclusivement à la personne à laquelle il est remis, et ne peut ni être communiqué ni porté à la connaissance de tiers (à l'exception des conseils externes et à condition qu'ils en respectent eux-mêmes la confidentialité), ni reproduit totalement ou partiellement, sans accord préalable et écrit de l'entité Société Générale Private Banking concernée.

Avertissements spécifiques par juridiction

France : Sauf indication contraire expresse, le présent document est publié et distribué par Société Générale, banque française autorisée et supervisée par l'*Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution*, sise 4, Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09, sous la supervision prudentielle de la *Banque Centrale Européenne* (« BCE »), et sous le contrôle de l'*Autorité des Marchés Financiers* (« AMF »). Société Générale est également enregistrée auprès de l'ORIAS en qualité d'intermédiaire en assurance sous le numéro 07 022 493 orias.fr. Société Générale est une société anonyme française au capital de 1 066 714 36,50EUR au 1^{er} août 2019, dont le siège social est situé 29 boulevard Haussmann, 75009 Paris, et dont le numéro d'identification unique est 552 120 222 R.C.S. Paris. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur <http://www.privatebanking.societegenerale.fr/>.

Luxembourg : Le présent document a été distribué au Luxembourg par Société Générale Bank & Trust (« SGBT »), société anonyme enregistrée auprès du registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 6061 et établissement de crédit autorisé et régi par la *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (« CSSF »), sous la supervision prudentielle de la *Banque Centrale Européenne* (« BCE »), et dont le siège social est sis 11 avenue Emile Reuter – L 2420 Luxembourg. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.sgbt.lu. Aucune décision d'investissement quelle qu'elle soit ne pourrait résulter de la seule lecture de ce document. SGBT n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude ou autre caractéristique des informations contenues dans ce document. SGBT n'accepte aucune responsabilité quant aux actions menées par le destinataire de ce document sur la seule base de ce dernier, et SGBT ne se présente pas comme fournissant des conseils, notamment en ce qui concerne les services d'investissement. Les opinions, points de vue et prévisions exprimés dans le présent document (y compris dans ses annexes) reflètent les opinions personnelles de l'auteur/des auteurs et ne reflètent pas les opinions d'autres personnes ou de SGBT, sauf indication contraire. Ce document a été élaboré par Société Générale. La CSSF n'a procédé à aucune analyse, vérification ou aucun contrôle sur le contenu du présent document.

Monaco : Le présent document a été distribué à Monaco par Société Générale Private Banking (Monaco) S.A.M., sise 13, 15 Bd des Moulins, 98000 Monaco, Principauté de Monaco, régie par l'*Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution* et la *Commission de Contrôle des Activités Financières*. Les produits financiers commercialisés à Monaco peuvent être réservés à des investisseurs qualifiés conformément aux dispositions de la loi n° 1.339 du 07/09/2007 et de l'Ordonnance Souveraine n°1.285 du 10/09/2007. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.mc.

Suisse : Le présent document a été distribué en Suisse par Société Générale Private Banking (Suisse) SA (« SGPBS »), dont le siège se trouve à la rue du Rhône 8, CH-1204 Genève. SGPBS est une banque autorisée par l'*Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers* (« FINMA »). De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.ch. Ce document (i) ne fournit pas d'opinion ou de recommandation sur une société ou un titre particulier, ou (ii) a été préparé hors de Suisse pour le « Private Banking ». Par conséquent, les Directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) sur l'indépendance de l'analyse financière ne s'appliquent pas à ce document. Ce document n'a pas été préparé par SGPBS. SGPBS n'a pas vérifié ni analysé de manière indépendante l'information contenue dans ce document. SGPBS ne supporte aucune responsabilité relative à l'actualité ou autre des informations contenues dans ce document. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document reflètent les vues personnelles de leur auteur et n'engagent pas la responsabilité de SGPBS. Ce document ne constitue pas un prospectus au sens des articles 652a et 1156 du Code suisse des obligations.

Le présent document est distribué par les entités suivantes du groupe Kleinwort Hambros sous la marque Kleinwort Hambros :

Royaume Uni : SG Kleinwort Hambros Bank Limited est autorisée par la *Prudential Regulation Authority* et réglementée par la *Financial Conduct Authority* et la *Prudential Regulation Authority*. Le numéro d'identification de la société est 119250. La société est immatriculée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro d'immatriculation d'entreprise 964058 et son siège social est situé au 5^{ème} étage, 8 St. James's Square, London, Angleterre, SW1Y 4JU.

Iles Anglo-Normandes : SG Kleinwort Hambros Bank (CI) Limited est réglementée par la *Jersey Financial Services Commission* (« JFSC ») pour les activités bancaires, d'investissement, de services monétaires et de services aux fonds. La société est constituée à Jersey sous le numéro d'immatriculation d'entreprise 2693, et son siège social est établi au PO Box 78, SG Hambros House, 18 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8PR. SG Kleinwort Hambros Bank (CI) Limited – Guernsey Branch est réglementée par la *Guernsey Financial Services Commission* (« GFSC ») pour les services bancaires, d'investissement et monétaires. Son adresse est située au PO Box 6, Hambro House, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3AE. La société (succursale incluse) est aussi autorisée et réglementée par la *Financial*

Conduct Authority ("FCA") britannique en ce qui concerne les opérations hypothécaires réglementées au Royaume Uni. Le numéro de référence de l'entreprise est le 310344. La société (succursale incluse) n'est pas autorisée ou réglementée par la *Financial Conduct Authority* britannique pour accepter les dépôts bancaires britanniques et n'est pas autorisée à détenir des dépôts au Royaume-Uni.

SG Kleinwort Hambros Trust Company (CI) Limited est réglementée par la *Jersey Financial Services Commission* pour la conduite des activités liées aux activités des entreprises trust et des fonds et par la *Guernsey Financial Services Commission* pour la poursuite des activités de services fiduciaires. La société est constituée à Jersey sous le numéro d'immatriculation d'entreprise numéro 4345 et son siège social est établi à SG Hambros House, PO BOX 197, 18 Esplanade, St Helier, Jersey, JE4 8RT. Son adresse à Guernesey est PO Box 86, Hambro House, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3ED.

Ce document n'a pas été autorisé ou revu par la JFSC, la GFSC ou la FCA.

Gibraltar: SG Kleinwort Hambros Bank (Gibraltar) Limited est autorisée et réglementée par la *Gibraltar Financial Services Commission* pour ses activités bancaires, d'investissement et d'intermédiation en assurance et son numéro de référence d'entreprise est 419436. La société est immatriculée à Gibraltar sous le numéro d'immatriculation d'entreprise est 01294 et son siège social est situé Hambros House, 32 Line Wall Road, Gibraltar.

Kleinwort Hambros fait partie de la ligne métier « Société Générale Private Banking » dédiée à la gestion privée du groupe Société Générale. Société Générale est une banque française autorisée en France par l'Autorité de Contrôle Prudenciel et de Résolution, sise 4, Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09, sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »). Elle est aussi autorisée par la *Prudential Regulation Authority* et supervisée par la *Financial Conduct Authority* et la *Prudential Regulation Authority*. De plus amples informations sur SGPB Hambros Group, incluant des informations complémentaires de nature légale et réglementaire, sont disponibles sur www.kleinworthambros.com
<http://www.privatebanking.societegenerale.com>.

© Copyright Groupe Société Générale 2020. Tous droits réservés. L'utilisation, la reproduction, la redistribution et la divulgation non autorisées de tout ou partie du présent document sont interdites sans le consentement préalable de Société Générale. Les symboles clés, Société Générale, Société Générale Private Banking et Kleinwort Hambros sont des marques déposées de Société Générale. Tous droits réservés.

Societe Generale

SA Capital EUR 1,009,897,173.75 at 31 December 2018

Registered under Paris RCS N°552 120 222

Societe Generale Private Banking

Tour Société Générale

17, Cours Valmy

75886 – Paris Cedex 18

France

<http://www.privatebanking.societegenerale.com>



Societe Generale is a member of Ecofolio and participates in the financing of paper recycling. This document was printed on paper from sustainably managed forests.